

数字出版领导者，战投入局发展可期

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 公司是国内最大的正版数字内容供应商，以版权资源分销和 IP 变现为核心的“文化+”业务推动公司业绩增长，2020 年有望实现扭亏为盈。2) 引入腾讯、百度作为战略投资者，增强公司渠道优势、IP 变现能力，二者收入贡献预计均将过亿元。
- **版权资源构成核心竞争力，IP 变现拓展盈利空间。** 1) 公司拥有海量优质版权资源，三大自有原创平台和网文大学保障优质内容持续输出，现拥有超过 460 万种数字资源，构成公司核心竞争力。2) 公司旗下子公司鸿达以太是国内最大有声内容生产商之一，享受有声 IP 市场增长红利。3) 公司已实现 IP 影视化衍生变现，与爱奇艺、青梧设立合资公司，进一步强化 IP 影视化变现能力。
- **腾讯、百度入局实现双向资源互补，未来发展可期。** 腾讯旗下产业基金深圳利通、IP 内容平台上海阅文，百度七猫分别投入 3 亿元，各获得公司 5% 股权，使得腾讯系、百度成为公司第二、三大股东。
- **腾讯百度入局为公司带来渠道、IP 资源优势。** 1) 渠道优势：腾讯百度入局为公司带来丰富渠道资源，加速版权流动、阅读内容变现；2) IP 资源优势：借力腾讯完善的 IP 研发体系和平台资源，提高 IP 衍生、变现能力。
- **公司与腾讯百度签署业务合作协议，明确深化双方在内容版权领域的合作。** 以自身优质、可持续的内容资源优势反哺腾讯百度，巩固腾讯百度在网文领域现有的优势地位。
- **多产品多语言海外布局，看好网络文学出海潜力。** 公司看好海外市场潜力，采用多产品多语言国际化布局，推出互动式视觉阅读平台 Chapters、动画产品 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss 三款产品，并打造六大语言版本互动式视觉平台，加速全球市场渗透。海外网络文学市场尚属蓝海市场背景下，海外布局有望培育公司盈利新增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.07 元、0.16 元和 0.27 元。引入腾讯、百度优势资源后，公司竞争壁垒进一步巩固，作为国内领先数字版权供应商，我们看好公司后续发展，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 行业政策风险，市场竞争加剧的风险，业务发展不及预期的风险，IP 价值波动的风险，核心内容创作者流失的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	705.38	964.88	1480.79	2061.00
增长率	-20.34%	36.79%	53.47%	39.18%
归属母公司净利润(百万元)	-603.29	51.96	113.33	195.96
增长率	60.01%	108.61%	118.12%	72.91%
每股收益 EPS(元)	-0.83	0.07	0.16	0.27
净资产收益率 ROE	-42.24%	3.17%	6.42%	10.28%
PE	-10	116	53	31
PB	4.26	3.51	3.33	3.07

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

分析师: 杭爱
执业证号: S1250519080006
电话: 010-58251921
邮箱: ha@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.27
流通 A 股(亿股)	6.32
52 周内股价区间(元)	3.23-10.4
总市值(亿元)	60.37
总资产(亿元)	19.48
每股净资产(元)	2.00

相关研究

目 录

1 公司概况：中文数字出版领导者	1
2 公司分析：腾讯百度入局发展可期.....	3
2.1 版权资源丰富，持续输出优质内容	3
2.2 挖掘有声、影视 IP 价值，拓展变现路径	5
2.3 引入腾讯、百度战投，实现双向资源互补	6
2.4 多产品多语言海外布局，看好海外市场潜力	8
3 盈利预测与估值.....	9
4 风险提示	10

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司股权结构.....	1
图 3: 公司 2015 年以来营业收入及增速.....	2
图 4: 公司 2015 年以来归母净利润及增速.....	2
图 5: 公司 2015 年以来主营业务结构情况.....	2
图 6: 公司 2015 年以来主营业务毛利情况.....	2
图 7: 公司“文学+”业务架构.....	3
图 8: 传统出版领域资源丰富.....	4
图 9: 网文大学持续培养优秀网文作者.....	4
图 10: 网络音频行业市场规模及增速.....	5
图 11: 网络音频行业用户持续增长.....	5
图 12: 鸿达以太界面.....	5
图 13: 公司合作用户.....	7
图 14: 上海阅文、深圳利通、百度七猫有望贡献可观收入 (单位: 万元).....	7
图 15: 海外网文用户规模持续上升.....	8
图 16: Chapters 用户界面.....	9

表 目 录

表 1: 公司三大自有原创平台定位和优秀作品.....	3
表 2: 北京中文奇迹文化科技有限公司投资人及其投资规模、持股比例.....	6
表 3: 分业务收入及毛利率.....	9
表 4: 可比公司估值.....	10
附表: 财务预测与估值.....	11

1 公司概况：中文数字出版领导者

北京中文在线数字出版股份有限公司是国内最大的正版数字内容提供商之一。公司以“文学+”、“教育+”双翼飞翔作为公司发展战略，在“文学+”领域形成以数字阅读业务为主，版权衍生业务、知识产权业务等数字内容增值服务为辅的内容生态；在“教育+”领域开展教育阅读业务、教育服务业务。公司拥有数字内容 400 万种，签约版权机构 600 余家，签约知名作家、畅销书作者 2000 余位，驻站网络作者超过 370 万名。

公司发展历程：公司于 2000 年成立于清华园，2002 年将数字出版成功首次应用在基础教育领域，推出“中小数字图书馆”；2006 年成立原创文学 17K 小说网，奠定持续优质内容产出基础；2008 年与中国移动达成战略合作，2014 年战略投资中国电信天翼阅读，打开移动运营商内容分销渠道；2015 年登陆深交所创业板，成为“数字出版第一股”；2017 年成立海外公司并推出 Chapters，进军海外市场；2021 年引入腾讯、百度作为战略投资者，深化战略合作。

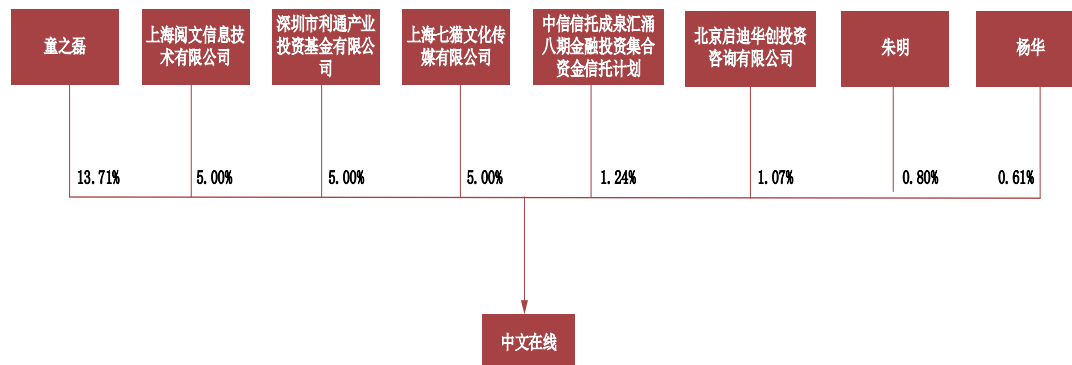
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构：公司实控人持股 19.5%，腾讯系、百度七猫为公司第二、三大股东。公司实控人童之磊直接持股 13.7%，其控股公司建水文睿企业管理有限公司持有公司 5.8% 的股份，累计持股 19.5%。2021 年 1 月 25 日，公司原流通股股东文睿公司转让 5% 股份至百度七猫，原流通股股东启迪华创转让 10% 股份至上海阅文、深圳利通。其中，上海阅文是腾讯旗下 IP 内容平台，深圳利通为腾讯旗下产业基金，百度七猫为百度间接控股子公司。至此，腾讯系、百度系成为公司第二、三大股东，分别持股 10%、5%。

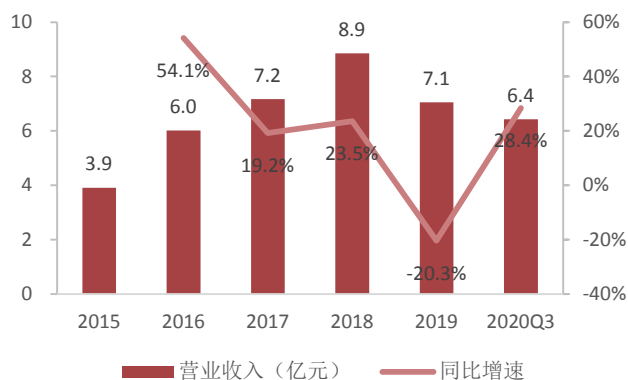
图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

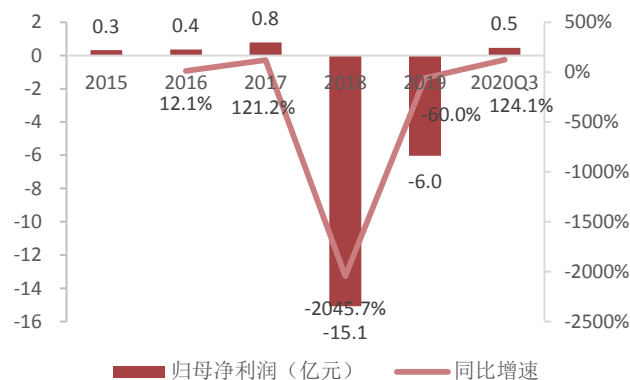
公司业绩状况：2015-2018 年公司营业收入稳步增长，复合增长率为 28.4%。2019 年因广告业务及游戏发行业务大幅下降，营业收入同比下降 20.3%至 7.1 亿元。2020 年前三季度，“文学+”业务增长带动营收上涨达 6.4 亿元，同比增长 28.4%。2018 年公司归母净利润大幅下降至-15.1 亿元，主要因游戏版号停发，子公司晨之科未能完成业绩对赌计提大额资产减值所致。2019 年受营收下降和资产减值影响，归母净利润亏损 6.0 亿元。2020 年预计实现归母净利润 4700 万至 6000 万元，实现扭亏为盈，主要是“文学+”业务增长和股权投资处置收益所致。

图 3：公司 2015 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

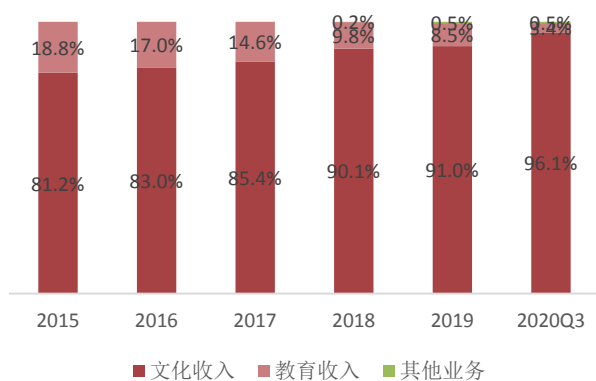
图 4：公司 2015 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

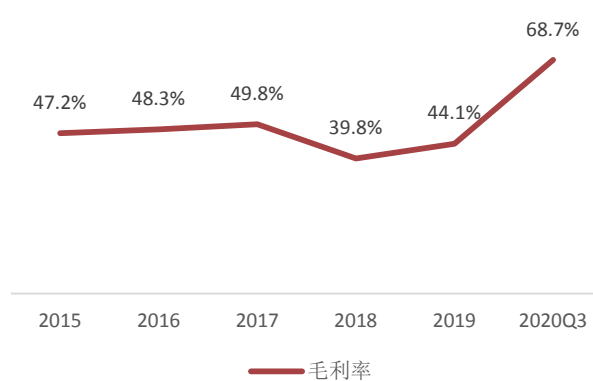
公司主营业务结构：公司收入主要来源于文化板块和教育板块。文化板块是公司主要收入来源，占比保持在 80%以上且逐年上升，2020Q3 营收占比达 96.3%；教育板块营收占比逐年萎缩，由 2015 年的 18.8%下降至 2020Q3 的 3.4%。2015-2019 年毛利率水平基本稳定，2020Q3 得益于“文化+”业务占比提升，毛利率快速增长，同比增长 55.8%至 68.7%。

图 5：公司 2015 年以来主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2015 年以来主营业务毛利情况



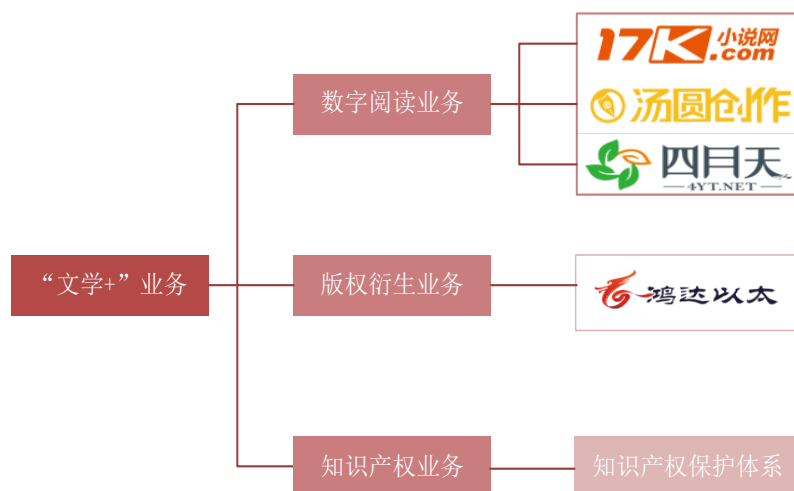
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 公司分析：腾讯百度入局发展可期

2.1 版权资源丰富，持续输出优质内容

优质版权内容是行业内稀缺资源，有利于提升用户留存率，提高变现可能。公司凭借三大自有原创平台和传统出版机构合作积累丰富版权内容资源。截至 2020 年 9 月 30 日，公司拥有数字资源超 460 万种，网络原创驻站作者超 390 万名，拥有 600 余家版权机构合作伙伴，累计签约知名作家、畅销书作者 2000 余位。

图 7：公司“文学+”业务架构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.1 自有原创平台沉淀优质内容，传统出版合作辅助丰富

自有原创平台积累大量优质内容并持续进行内容生产。公司拥有 17K 小说网、四月天小说网、汤圆创作三大原创网络平台，内容受众覆盖广。17K 小说网是核心内容生产平台，累计注册用户超一亿，点击率过亿作品近百部，拥有《万古第一神》、《傲世丹神》、《大梦山海之史诗战役》等多部优秀作品。四月天小说网是面向女性用户的垂直网文平台，深耕深受女性群体喜爱的内容创作，拥有驻站作品 20 余万册，驻站创作者超 15 万人，拥有《最佳辩护》、《居无定所的他》等多部优秀作品。汤圆创作是主要服务于 00 后年轻群体的原创内容互动社区，重点培育 00 后作家，深耕年轻群体内容创作，拥有《这个捧哏我要了》、《他熠熠生辉》等多部优秀作品。

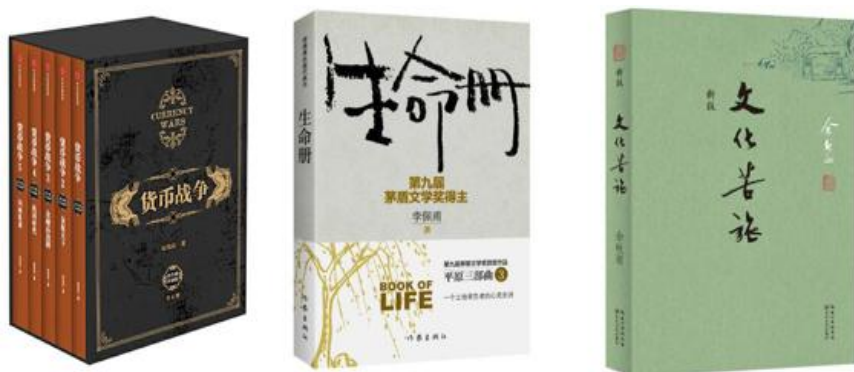
表 1：公司三大自有原创平台定位和优秀作品

平台	定位	优秀作品
17K 小说网	公司核心的原创内容生产平台	《万古第一神》、《傲世丹神》、《大梦山海之史诗战役》、《新月》、《第九特区》、《霸婿崛起》、《天王殿》、《药神赘婿》、《我居然认得上古神文》等
四月天小说网	面向用户的女生垂直网文平台	《最佳辩护》、《居无定所的他》、《田园似锦》等
汤圆创作	为 00 后服务的原创内容互动社区	《这个捧哏我要了》、《我靠学习解锁超能力》、《仙尊是我小跟班》、《他熠熠生辉》等

数据来源：公司公告，西南证券整理

传统出版领域合作进一步丰富版权资源。公司与 600 余家版权机构合作，签约巴金、余秋雨、二月河、周梅森等顶级传统名家，刘慈欣、刘心武、刘建伟、阎真、关仁山等畅销书作家，累计签约 2000 余位优秀作者。拥有《流浪地球》、《人民的名义》、《大明王朝 1566》、《亮剑》等多部优秀出版作品。

图 8：传统出版领域资源丰富



数据来源：公司公告，西南证券整理

2.1.2 网文大学培育优秀作者，强化内容持续输出能力

成立“网络文学大学”建设作者培育生态，强化内容持续输出能力。作者是内容创作的核心，公司 2013 年成立网文大学并邀请诺贝尔文学奖得主莫言教授担任首届名誉校长。网文大学包含青训学员、精英学院、研修学院三部分，提供多层次网文写作培训，满足不同阶段网文作者写作提升需求。经过七年运营，网文大学指导数以万计的作者写作，源源不断培育作者。在此过程中，网文大学不仅培育作者，还与作者建立起深厚的情感连结，有助于公司吸纳优质作者资源、内容资源，进一步强化内容持续输出能力。

图 9：网文大学持续培养优秀网文作者



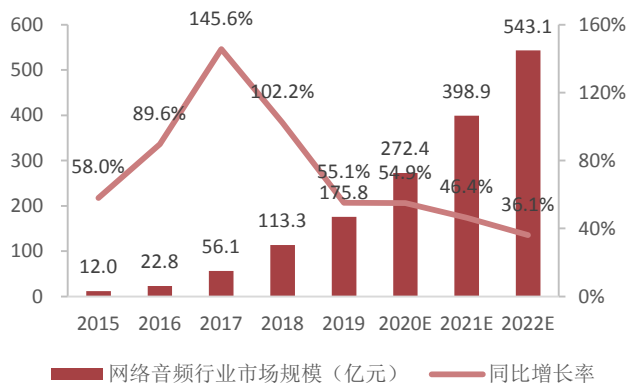
数据来源：网文大学官网，西南证券整理

2.2 挖掘有声、影视 IP 价值，拓展变现路径

2.2.1 国内最大有声内容生产商之一，享受有声市场增长红利

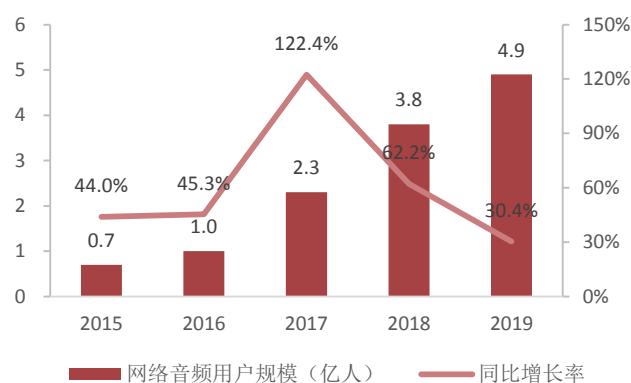
网络音频行业迎来高速增长期，市场规模快速扩张、用户规模持续增长。根据艾瑞咨询数据,2019 年我国网络音频行业市场规模为 175.8 亿元,2015-2019 年复合增长率为 71.1%,预计 2022 年将达 543.1 亿元,网络音频行业处于高速增长期。网络音频行业用户规模也持续增长,由 2015 年的 0.7 亿人增长至 2019 年 4.9 亿人,复合增长率为 47.6%。

图 10: 网络音频行业市场规模及增速



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

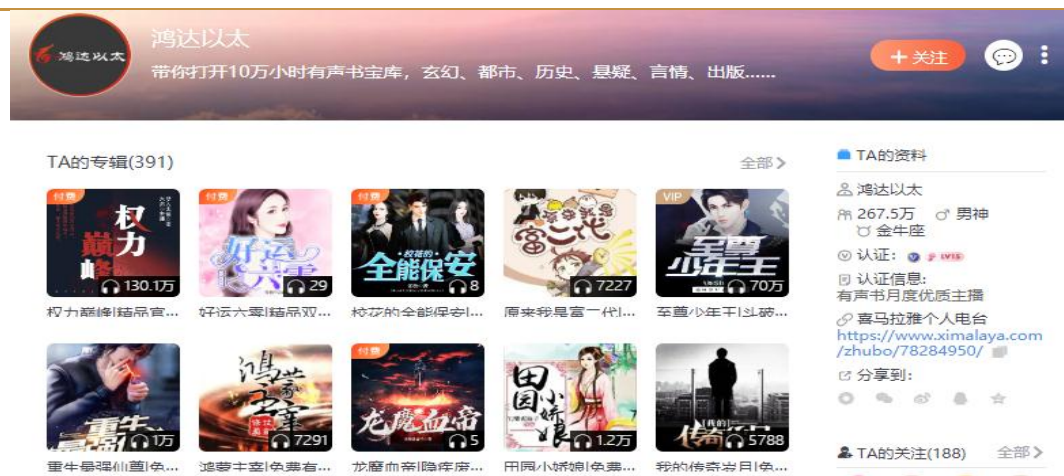
图 11: 网络音频行业用户持续增长



数据来源: 艾瑞咨询, 西南证券整理

网络音频市场蓬勃发展为 IP 音频方向变现提供可能,公司在有声内容领域具有核心优势。公司在网络音频市场具有先发优势。公司旗下子公司鸿达以太是国内最大的有声内容生产出版社之一,也是全国最早的有声内容制作公司。公司拥有海量独家有声内容资源形成有声内容领域护城河。鸿达以太运营 24 年间积累 123 万部(集),28 万小时有声书资源,内容涵盖评书、相声、畅销小说、原创小说等多个领域,拥有《修罗武神》、《权利巅峰》、《官途》、《九星霸体诀》等优秀音频作品,其中《修罗武神》、《权利巅峰》在喜马拉雅等音频平台总播放量均超过 25 亿次。目前,公司已成为喜马拉雅、蜻蜓 FM、懒人听书、酷我畅听等音频平台主要内容合作商。

图 12: 鸿达以太界面



数据来源: 喜马拉雅, 西南证券整理

2.2.2 与爱奇艺、青梧设立合资公司，强化 IP 影视化变现能力

公司重视版权资源向 IP 影视化衍生变现。公司已具备 IP 影视化变现能力，成功打造《我的狐仙老婆》、《橙红时代》、《新白娘子传奇》等多部影视作品。现有《巫颂》、《家园》、《烽烟尽处》等原创 IP 正在改编中。此外，公司重视 IP 影视化资源储备，2020 上半年新增重点衍生权 IP 《江湖不良医》、《白色队伍》、《恋爱请遵医嘱》等，新增重点衍生权 IP 合作项目《女为悦己者》、《修罗武神》。

公司与爱奇艺、青梧成立合资公司，进一步强化 IP 影视化变现能力。2020 年 5 月 20 日，公司发布公告称，与北京爱奇艺科技有限公司、宁波青梧企业管理合伙企业（有限合伙）合资设立北京中文奇迹文化科技有限公司，主要开展影视制作、影视项目投资业务。爱奇艺是国内领先的影视剧制作和播放平台，拥有规模庞大的会员用户群体，能够为公司 IP 影视化变现提供强有力的渠道。截止 2020Q1，爱奇艺订阅会员规模达 1.19 亿。合资公司的设立，将进一步推进公司影视 IP 多元化开发、强化 IP 影视化衍生变现能力并降低 IP 投资风险。

表 2：北京中文奇迹文化科技有限公司投资人及其投资规模、持股比例

股东	注册资本（万元）	持股比例
中文在线数字出版集团股份有限公司	3000	30%
北京爱奇艺科技有限公司	3400	34%
宁波青梧企业管理合伙企业（有限合伙）	3600	36%

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.3 引入腾讯、百度战投，实现双向资源互补

2021 年 1 月 25 日，公司发布公告称公司持股 5% 以上股东启迪华创、文睿公司拟通过协议转让部分股份的方式引入上海阅文、深圳利通、百度七猫作为公司重要股东，提升公司整体竞争实力。北京启迪华创投资咨询有限公司拟通过协议转让 10% 股份至上海阅文、深圳利通，建水文睿企业管理有限公司拟通过协议转让 5% 股份至百度七猫。

2.3.1 腾讯百度战投入局，增强渠道、IP 变现优势

渠道优势。上海阅文、百度七猫是国内网络文学领域的头部企业，在技术、流量、内容等方面存在优势。上海阅文旗下拥有 QQ 阅读、起点读书、红袖读书等众多网文阅读产品，渠道资源丰富。百度七猫是免费阅读市场最大的发行平台之一，版权资源需求强烈。引入腾讯系、百度系为公司带来数字版权变现渠道，在原有三大运营商、互联网及移动互联网平台、手机厂商合作渠道的基础上，进一步强化公司渠道优势，加速版权流动、内容变现。

图 13: 公司合作用户

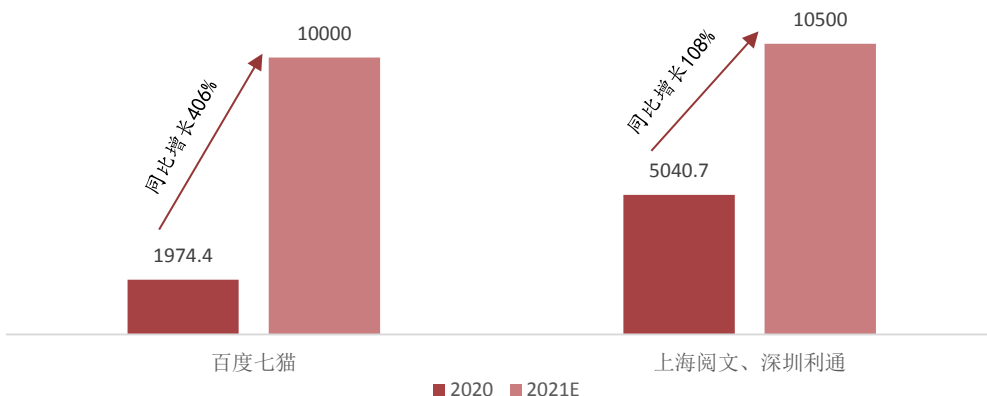


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

IP 资源优势。IP 价值是内容企业的核心价值, 腾讯系、百度系战略投资者的引入有助于增加公司从阅读 IP 向音频、影视、动漫等多领域衍生变现的机会, 提升 IP 变现层次。腾讯是国内 IP 变现最成功的企业, 拥有腾讯音乐娱乐集团 TME、国内最大的网络游戏社区腾讯游戏等 IP 平台。与腾讯股权绑定有助于公司借力腾讯完善的 IP 研发体系、IP 平台资源, 进一步提高 IP 衍生能力, 有助于公司打造更多的优质 IP, 特别是头部 IP, 增强 IP 变现能力。

股权绑定深化合作, 预计经济效益可观。在本次股权转让前, 公司已与上海阅文、深圳利通、百度七猫在数字版权等方面展开合作。本次股权绑定后, 公司与以上重要股东将进一步深化合作内容, 在原有合作的基础上进一步加强数据、推广、开发权和演绎权、安审服务、海外业务、推动行业发展等多项合作。根据公司公告, 2021 年预计上海阅文、深圳利通及其关联方将为公司带来 10500 万元收入, 同比增长 108%, 百度七猫将带来 10000 万元收入, 同比提升 406%。

图 14: 上海阅文、深圳利通、百度七猫有望贡献可观收入 (单位: 万元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.3.2 内容资源反哺腾讯百度，巩固网文市场优势地位

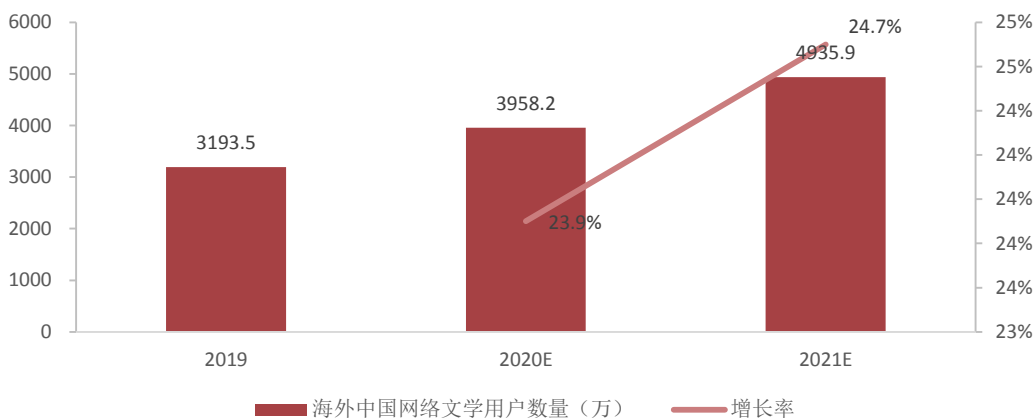
网文市场竞争加剧，内容资源成争夺重点。近年字节跳动积极布局网络文学市场，以免免费阅读模式切入推出免费阅读 APP 红果小说、番茄小说，并相继入股秀闻科技、九库文学网，投资鼎甜文化、塔读文学、掌阅科技等网文平领域知名企业，加剧网文市场竞争。网文市场内容为王，但优质内容始终是市场内稀缺资源，争夺优质内容资源成为市场竞争重点。

公司自身内容资源优势反哺腾讯百度，有助于巩固腾讯在网文领域优势地位、帮助百度重回网文赛道。公司与腾讯百度股权转让的同时签署业务合作协议，明确深化双方在内容版权领域的合作。《业务合作协议》约定公司将可供授权给免费阅读平台的全量作品及有声版权提供给百度七猫；《业务合作框架协议》约定授权上海阅文旗下的玄霆娱乐在授权平台使用公司授权作品的网络传播权。版权内容领域深化合作，公司将凭借自身海量数字资源储备优势和优质内容持续产出的能力，为腾讯百度持续输送优质内容资源，帮助其巩固网文领域优势地位。

2.4 多产品多语言海外布局，看好海外市场潜力

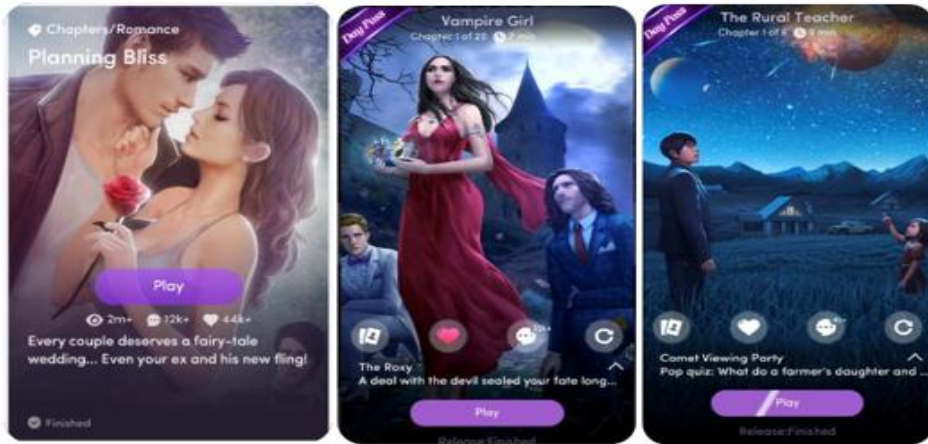
在“一带一路”、“走出去”等国家政策倡导下，文化出海因其具有增强文化影响力、提升文化软实力的优势，是“走出去”的重要一环。网络文学是中国文化的重要组成部分，网络文学出海相应迎来发展利好。目前海外网络文学市场尚属蓝海市场，发展潜力大。根据艾瑞数据，海外网文用户规模持续上升，2019 年海外中国网络文学用户规模为 3193.5 万人，预计 2021 年将达 4935.9 万人。公司看准海外市场发展潜力，采用多产品多语言的领先国际化布局加快海外市场渗透。

图 15：海外网文用户规模持续上升



数据来源：艾瑞网，西南证券整理

产品布局上，公司推出 Chapters、Spotlight、Kiss 多类型产品，满足不同偏好的用户需求。Chapters 是 2017 年推出的交互式视觉阅读平台。将交互体验和视觉小说相结合，满足海外用户的新阅读需求。现已推出浪漫、悬疑、魔幻、校园、科幻等多个题材，满足用户多元内容需求；同时发展连接读者和作者的短信小说平台，吸引更多作者、读者入驻 Chapters，扩大平台规模。Chapters 上线以来表现优异，2019 年排名不断提升，稳居美国 iPhone Top Grossing 榜单前列，位列全球视觉小说市场前两；2019 年累计注册用户数超 1500 万，活跃作者增加超 30%。此外公司还拥有全新动画产品 Spotlight、浪漫小说平台 Kiss。

图 16: Chapters 用户界面


数据来源：公司公告，西南证券整理

语言布局上，公司推出多语言版本的互动式视觉平台，包括英文版、德文版、西文版、俄文版、法文版、韩文版六个版本，加速公司产品向全球更多国家渗透，深化公司国际化布局。目前，公司在除英语市场外的德语细分语言市场中，保持全球第一。

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：随腾讯、百度优质资源助力，公司各项业务步入发展快车道；

假设 2：文化业务保持较快增长态势，2020-2022 年毛利率维持在 68%；

假设 3：教育业务逐步企稳回升，2022-2022 年毛利率维持在 55%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 3: 分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
文化业务	收入	641.7	930.5	1442.3	2019.2
	增速	-19.5%	45.0%	55.0%	40.0%
	毛利率	42.6%	68.0%	68.0%	68.0%
教育业务	收入	59.7	29.9	33.4	36.1
	增速	-30.9%	-50.0%	12.0%	8.0%
	毛利率	60.5%	55.0%	55.0%	55.0%
其他	收入	3.9	4.5	5.0	5.6
	增速	127.5%	15.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	41.8%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	收入	705.4	964.9	1480.8	2061.0
	增速	-20.3%	36.8%	53.5%	39.2%
	毛利率	44.1%	67.5%	67.6%	67.7%

数据来源：Wind，西南证券

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.07 元、0.16 元和 0.27 元。引入腾讯、百度优势资源后，公司竞争壁垒进一步巩固，作为国内领先数字版权供应商，我们看好公司后续发展，首次覆盖给予“持有”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
300571.SZ	平治信息	32.12	1.71	2.25	2.62	2.99	32.15	14.24	12.24	10.75
603533.SH	掌阅科技	36.84	0.40	0.63	0.97	1.31	42.19	56.86	36.80	27.31
平均值							37.17	35.55	24.52	19.03

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2021.1.31）

4 风险提示

行业政策风险，市场竞争加剧的风险，业务发展不及预期的风险，IP 价值波动的风险，核心内容创作者流失的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	705.38	964.88	1480.79	2061.00	净利润	-599.03	54.69	116.95	203.55
营业成本	394.21	313.68	479.36	665.51	折旧与摊销	229.10	72.28	72.28	72.28
营业税金及附加	2.87	3.93	6.02	8.38	财务费用	-9.83	-2.96	-3.91	-4.68
销售费用	383.67	501.74	621.93	845.01	资产减值损失	-313.52	0.00	0.00	0.00
管理费用	130.87	164.03	251.73	329.76	经营营运资本变动	371.68	-116.09	-41.96	-82.80
财务费用	-9.83	-2.96	-3.91	-4.68	其他	355.82	-77.96	0.99	-0.33
资产减值损失	-313.52	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	34.22	-70.04	144.35	188.02
投资收益	8.12	75.00	0.00	0.00	资本支出	-257.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	22.06	0.00	0.00	0.00	其他	406.02	75.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	148.09	75.00	0.00	0.00
营业利润	-581.12	59.47	125.65	217.01	短期借款	-68.62	-31.38	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.15	-1.78	-2.28	-2.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-586.28	57.69	123.37	214.72	股权融资	-216.54	0.00	0.00	0.00
所得税	12.76	3.00	6.42	11.17	支付股利	0.63	252.30	-20.78	-45.33
净利润	-599.03	54.69	116.95	203.55	其他	211.77	2.97	3.91	4.68
少数股东损益	4.26	2.73	3.62	7.59	筹资活动现金流净额	-72.77	223.89	-16.88	-40.65
归属母公司股东净利润	-603.29	51.96	113.33	195.96	现金流量净额	109.55	228.85	127.47	147.37
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	611.98	840.83	968.30	1115.67	成长能力				
应收和预付款项	241.29	346.14	500.25	709.96	销售收入增长率	-20.34%	36.79%	53.47%	39.18%
存货	12.64	11.20	19.26	29.75	营业利润增长率	61.83%	110.23%	111.29%	72.71%
其他流动资产	52.12	24.56	37.70	52.47	净利润增长率	60.20%	109.13%	113.84%	74.05%
长期股权投资	146.99	146.99	146.99	146.99	EBITDA 增长率	72.93%	135.59%	50.65%	46.69%
投资性房地产	87.40	87.40	87.40	87.40	获利能力				
固定资产和在建工程	46.23	43.01	39.79	36.58	毛利率	44.11%	67.49%	67.63%	67.71%
无形资产和开发支出	454.34	386.80	319.26	251.72	三费率	71.55%	68.69%	58.74%	56.77%
其他非流动资产	149.59	148.07	146.55	145.03	净利率	-84.92%	5.67%	7.90%	9.88%
资产总计	1802.58	2035.02	2265.52	2575.58	ROE	-42.24%	3.17%	6.42%	10.28%
短期借款	31.38	0.00	0.00	0.00	ROA	-33.23%	2.69%	5.16%	7.90%
应付和预收款项	252.38	215.91	336.41	472.71	ROIC	-74.19%	9.29%	18.48%	30.02%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-51.30%	13.35%	13.10%	13.81%
其他负债	100.70	93.98	107.81	123.35	营运能力				
负债合计	384.46	309.89	444.23	596.06	总资产周转率	0.32	0.50	0.69	0.85
股本	727.30	823.65	823.65	823.65	固定资产周转率	9.96	21.62	35.77	53.97
资本公积	2473.63	2377.27	2377.27	2377.27	应收账款周转率	3.72	5.57	5.83	5.61
留存收益	-1785.06	-1480.81	-1388.26	-1237.64	存货周转率	19.57	16.24	22.15	21.30
归属母公司股东权益	1415.85	1720.11	1812.66	1963.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.64%	—	—	—
少数股东权益	2.28	5.01	8.63	16.23	资本结构				
股东权益合计	1418.12	1725.12	1821.29	1979.51	资产负债率	21.33%	15.23%	19.61%	23.14%
负债和股东权益合计	1802.58	2035.02	2265.52	2575.58	带息债务/总负债	8.16%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.90	5.05	4.05	3.61
					速动比率	2.86	5.00	4.00	3.56
					股利支付率	0.10%	-485.59%	18.34%	23.13%
					每股指标				
					每股收益	-0.83	0.07	0.16	0.27
					每股净资产	1.95	2.37	2.49	2.70
					每股经营现金	0.05	-0.10	0.20	0.26
					每股股利	0.00	-0.35	0.03	0.06
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	-361.85	128.79	194.02	284.61					
PE	-10.01	116.18	53.27	30.81					
PB	4.26	3.51	3.33	3.07					
PS	8.56	6.26	4.08	2.93					
EV/EBITDA	-13.98	43.47	28.20	18.71					
股息率	—	—	0.34%	0.75%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
上海	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn